

**BRICAPAR S.A.E.**

PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL: USD1

MONTO MÁXIMO: USD. 2.500.000

CORTE DE CALIFICACIÓN: SETIEMBRE DE 2015

CALIFICACIÓN	FECHA DE 3 <sup>a</sup> ACTUALIZACIÓN	FECHA DE 4 <sup>a</sup> ACTUALIZACIÓN
	DICIEMBRE/2014	DICIEMBRE/2015
P.E.G. USD1	pyBBB	pyBBB
TENDENCIA	ESTABLE	ESTABLE

**Analista:** Oscar Colmán [ocolman@solventa.com.py](mailto:ocolman@solventa.com.py)  
**Tel.:** (+595 21) 660 439 (+595 21) 661 209

"La calificación de riesgo no constituye una sugerencia o recomendación para comprar, vender o mantener un valor, un aval o garantía de una emisión o su emisor, sino un factor complementario para la toma de decisiones"

**El informe de calificación no es el resultado de una auditoría realizada a la entidad por lo que Solventa S.A. no garantiza la veracidad de los datos ni se hace responsable de los errores u omisiones que los datos pudieran contener, ya que la información manejada es de carácter público o ha sido proporcionada por la entidad de manera voluntaria.**

RESUMEN DEL PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL	
CARACTERÍSTICAS	DETALLES
Emisor	BRICAPAR S.A.E.
Acta de Emisión	Asamblea Extraordinaria de Accionistas N° 18, el 17/07/2012
Denominación del Programa	USD1
Resolución de Aprobación	CNV N° 68 E/12 de fecha 20/12/2012
Monto del Programa	USD 2.500.000
Emisidos	Monto Vencimiento
Serie 1	USD 1.250.000 28/12/2018
Serie 2	USD 1.250.000 27/12/2019
Plazo de Vencimiento	Entre 365 días (1 año) a 2.555 días (7 años).
Destino de Fondos	Inversiones para el desarrollo del programa de expansión de la empresa y Capital operativo
Rescate Anticipado	No se prevé rescate anticipado
Garantía	Sin Garantía
Agente Organizador y Colocador	Capital Markets S.A.
Representante de Obligacionistas	Capital Markets S.A.

Fuente: Prospecto del Programa de Emisión Global USD1 y Complementarios de Bricapar SAE

**FUNDAMENTOS**

La calificación de la emisión de bonos bajo el Programa de Emisión Global USD1 de Bricapar S.A.E. responde por un lado al compromiso anual de adquisición de carbón vegetal envasado y de briquetas de carbón vegetal de IBECOSOL SL, socio y aliado estratégico en Europa, lo que garantiza un nivel de comercialización de sus productos, y al importante nivel de abastecimiento de mercaderías existentes para su exportación.

Asimismo, contempla el proceso de eficiencia y de mejora su logística, luego de la venta de las instalaciones de Mariano Roque Alonso y la ampliación y centralización de sus operaciones en la planta de Villa Hayes, así como las inversiones realizadas en un nuevo centro de producción en el Departamento de Boquerón, sumado a la experiencia de sus directores en la conducción estratégica de los negocios.

En contrapartida, considera que los ingresos por exportación se han encontrado expuestos a menores niveles de demanda de carbones y briquetas, a partir de las condiciones económicas existentes en sus mercados de destino, lo que ha acotado gradualmente su capacidad de generación de ingresos operativos netos, sobre todo teniendo en cuenta el nivel de endeudamiento y gastos financieros mantenidos, así como los efectos de las variaciones cambiantes sobre la posición de activos y pasivos en moneda extranjera.

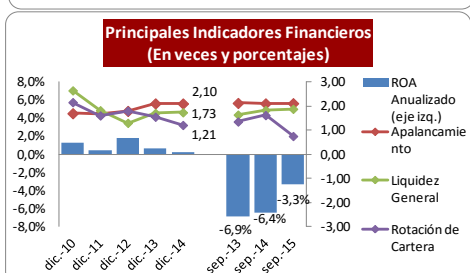
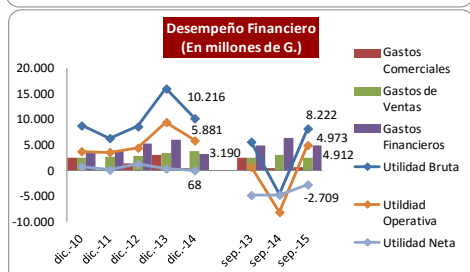
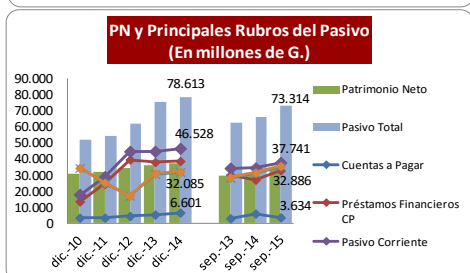
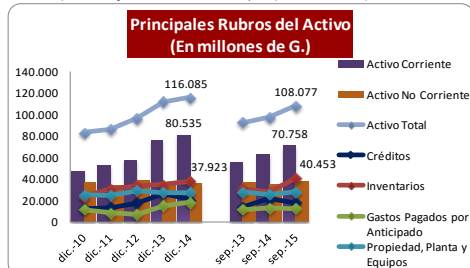
Bricapar S.A.E., que opera desde el año 1997, se dedica a la producción y exportación de carbón vegetal envasado y briquetas de carbón vegetal a los mercados internacionales. La propiedad se encuentra bajo el control principal del Grupo Familiar Jiménez Gaona, que mantiene como socio y aliado estratégico a la empresa IBECOSOL SL, para las exportaciones al mercado europeo.

Asimismo, orienta sus negocios hacia otros mercados como EEUU, Chile, Uruguay, Costa Rica, Bolivia y Panamá, a través de Cartas de Créditos Irrevocables de hasta 90 días, lo que refleja una modalidad de financiamiento de corto plazo y controlado proceso crediticio.

Luego de la venta de la planta de Mariano Roque Alonso, la empresa ha ampliado la planta de Villa Hayes, donde han sido construidas y se encuentran operativas las nuevas instalaciones de envasado y expedición, que recientemente fuera tasado conforme a lo acordado con los tenedores de bonos y lo establecido en el Fideicomiso de Administración y Garantía, del Banco Familiar S.A.E.C.A. Asimismo, posee diferentes centros de producción en la región oriental y una planta industrial estratégicamente ubicada en Santa Rosa del Aguaray, que acopia y clasifica el carbón vegetal, a través de su participación accionaria en Loma Pukú.

Por su parte, la empresa se encuentra inmersa en la búsqueda permanente de fuentes sustentables de generación de materia prima y, por ende, en la inversión para la instalación de hornos para asegurar el abastecimiento de materia prima, y así cumplir con los compromisos asumidos, sobre todo teniendo en cuenta las estimaciones del ciclo de renovación.

Los ingresos por facturación han demostrado una menor performance en los últimos dos años, así como en el cierre de setiembre de 2015, cuando su nivel se ha reducido interanualmente de G. 40.395 millones a G. 38.453 millones, equivalente a una disminución interanual de 4,81%.



Otro factor que ha acotado la capacidad de generación de resultados netos ha sido el crecimiento de los gastos financieros, que en promedio se han mantenido elevados en relación a los resultados operativos netos, sobre todo considerando el elevado nivel de apalancamiento de 2,11 veces y la baja cobertura de gastos financieros de 1,01 veces. Lo anterior, ha sido acompañado por un significativo incremento interanual de los saldos de inventarios en 45,00% al corte de setiembre de 2015, así como de menores indicadores de rotación y mayores periodos de ciclo operacional.

En cuanto al desempeño de sus indicadores financieros, ha registrado una rentabilidad anualizada negativa de ROA y ROE de -6,43% y -17,34%, respectivamente, dado los resultados negativos alcanzados para el corte, caracterizados por la estacionalidad de sus exportaciones que es inician principalmente a finales de cada año y primer trimestre del año siguiente.

### **TENDENCIA**

La tendencia de la calificación es "Estable", considerando las expectativas sobre las exportaciones que se iniciarán próximamente a partir del contrato vigente con IBESOCOL, principal cliente de la empresa, así como un gradual incremento de comercialización con otros mercados regionales. También, toma en cuenta la estacionalidad de sus negocios y el crecimiento del saldo de mercaderías para exportación, así como las inversiones realizadas en la planta de Villa Hayes, lo que favorecerá gradualmente en una mejor eficiencia operativa y logística.

Por su parte, Solventa espera la empresa incremente sus niveles de facturación, con el propósito de atenuar el importante nivel de deuda, la baja cobertura de gastos financieros y las pérdidas por diferencia de cambio, así como la concreción de un préstamo de largo plazo con un organismo de financiamiento, además de un adecuado desempeño de sus indicadores financieros.

### **FORTALEZAS**

- Amplia capacidad de producción, posicionada como la mayor planta productora de briquetas de carbón y carbón vegetal del país, con elevados niveles de calidad.
- Mantiene contrato de comercialización vigente con IBECOSOL, socio y aliado estratégico, para la provisión e intermediación en el mercado europeo.
- Desarrollo de nuevos mercados conforme a sus planes de expansión y de negocios, lo que permitirá una mayor diversificación de sus canales de comercialización.
- Activos fijos con elevados niveles de tasación e importante participación accionaria en otras empresas.
- Mayor plazo de maduración de sus compromisos luego de la recalendarización alcanzada para el pago de capital e intereses de bonos emitidos, favoreciendo un mayor calce en el flujo corriente de recursos.
- La comercialización de sus productos a los mercados internacionales se realiza contra cartas de crédito irrevocables de hasta 90 días.
- Última tasación realizada en fecha 13/10/2015 a la planta de Villa Hayes, luego las ampliaciones por el traslado de la fábrica de envasado, ha registrado una evaluación de USD. 7.133.052.
- Apoyo de IBECOSOL para lograr una consolidación de los desafíos logísticos y financiero, de manera a compatibilizar los tiempos de producción con los ciclos de venta y cobranza

### **RIESGOS**

- La posición patrimonial y financiera es sensible a los efectos de las variaciones del tipo de cambio, considerando que su producción local y la comercialización en el exterior.
- Una disminución de la demanda de productos desde de Europa y EE.UU., y en menor medida de mercados regionales, se traduce en menores niveles de facturación.
- Acotado desempeño en la generación de resultados netos en relación a los compromisos financieros y a las necesidades de fortalecimiento patrimonial.
- Importante dependencia de financiamiento, reflejada en los elevados niveles de endeudamiento y apalancamiento.
- Alta dependencia y concentración de la administración en personas claves dentro de la organización.
- Lenta recuperación de los créditos fiscales relacionados a la producción y exportación de sus productos, lo que limita el flujo efectivo de empresa.
- Se encuentra expuesta a penalizaciones de clientes, conforme al análisis que hagan de la calidad de los productos.

## **PERFIL DE NEGOCIOS**

### **ACTIVIDAD COMERCIAL**

Se a la producción y exportación de carbón vegetal envasado y briquetas de carbón vegetal a los mercados internacionales, principalmente a Europa

Bricapar S.A.E., constituida en el año 1997, se dedica a la explotación racional e integral de recursos forestales del país, bajo condiciones de responsabilidad ambiental, con el propósito de producir y comercializar sus productos en mercados de Europa y EE.UU., principalmente, y en menor medida en Israel, Turquía, Corea del Sur, Uruguay, Bolivia, Chile, Costa Rica

y Panamá. La empresa produce carbón vegetal y briquetas de carbón para uso familiar, de hoteles, hostelería y otras industrias con altos estándares de calidad y control.

Cabe señalar, que Bricapar mantiene contratos de provisión con aliados estratégicos del grupo para la provisión de bolsas y transportes, mientras que con Ibecosol para la intermediación en la exportación de sus productos al mercado europeo, principalmente Alemania.

Luego de la venta de su planta de Mariano Roque Alonso, la empresa cuenta con una planta industrial en Santa Rosa del Aguaray, San Pedro, que es administrada y operada por Bricapar, conforme al alquiler de su subsidiaria Loma Pukú S.A. En la misma se acopia, clasifica y envasa el carbón provenientes de los centros de producción de la zona, mientras que la planta de Villa Hayes, recientemente ampliada, produce, envasa y expide cargas de carbón y las briquetas, además de abastecerse de carbonillas residuales de los centros de producción, de materia prima provenientes del desarrollo y explotación sustentable de bosques nativos o reforestados en el Chaco y en territorio de la Región Oriental, principalmente en el Departamento de Amambay.

Dada las exigencias de los mercados con los cuales opera, se busca garantizar el cumplimiento de altos estándares de calidad, requerimiento esencial para la exportación de los productos a sus mercados muy exigentes, así como para alcanzar una producción sustentable con el medio ambiente, reciclando residuos de otras industrias y cumplimiento con normas y exigencias vigentes. Dentro del proceso de elaboración, se utilizan aglomerantes de origen vegetal, de calidad alimenticia, de origen natural, sin aditivos químicos, ni minerales, lo que permite que las briquetas puedan conservar su aroma de brasa vegetal. Al respecto, se encuentra en la búsqueda permanente e inversión de fuentes sustentables de generación de materia prima, con inversiones importantes en Tte. Ochoa, Chaco, y en territorio de la Región Oriental, donde se instalan sus hornos.

La fabricación de briquetas de carbón vegetal cumple con la norma de calidad de la Unión Europea DIN EN 1860-2, lo cual asegura el cumplimiento de altos estándares en el proceso de producción y comercialización. Mientras que el carbón fabricado cumple con las normativas internacionales de transporte y el Acuerdo de Transporte Internacional de Mercancías Peligrosas (ADR), por lo cual no es catalogada como mercancía peligrosa. En tal sentido, a los efectos de superar esta catalogación, antes de los embarques, es sometido a controles de calidad y una prueba de auto combustión.

Se cuenta con re certificaciones de parte del INFONA (Instituto Forestal Nacional), sobre el origen de la materia prima que utiliza Bricapar para la producción de carbón vegetal, briquetas de carbón vegetal, chips y briquetas de aserrín, además de la certificación FSC (Forest Stewardship Council) , como industria cadena de custodia entre un bosque manejado en forma sustentable y el consumidor final, del BASC (Business Alliance for Secure Commerce), una iniciativa privada a instancias de la aduana de EEUU para promover prácticas de y comercio seguro de mercaderías, y por último, de BCSI (Board Certified Structural Integrator), sobre el compromiso social para mejorar las condiciones laborales en la cadena de suministro global.

En relación a la modalidad de comercialización, cabe indicar que la empresa exporta el 100% de sus productos a diferentes mercados, por lo que las cobranzas se instrumentan a través de Cartas de Crédito Irrevocables girados por distintas entidades financieras del exterior, y en algunos mediante pagos directos, luego de la recepción de los productos.

## **POSICIONAMIENTO Y CARACTERÍSTICAS DE LA INDUSTRIA**

Referente local en la producción y exportación de carbón vegetal y briquetas de carbón, siendo Paraguay uno de los mayores exportadores a nivel mundial

---

Bricapar S.A.E. opera en una industria altamente competitiva, tanto a nivel local como internacional. Se trata de una empresa exportadora que participa en una industria con un número reducido de competidores, sobre todo en el mercado local, pero con una importante participación en la provisión de mercados regionales.

La competencia dentro de la industria se localiza principalmente en la zona urbana de Gran Asunción y en localidades puntuales del interior del país, diferenciándose en sus procesos de producción, sus productos, operaciones, capacidad de movilizarse y teniendo en cuenta sus mercados objetivos, sean estos a nivel local o internacional. Entre las empresas que operan en la industria se encuentran, además de Bricapar, Eurogroup, Don Carbón, Agroindustrial San Luis, Pabensa, Acor, Carpar, Dolimex, Imexsur, Carbones Guaraní, y Agroforestal Tacuati, entre otros.

La industria se encuentra expuesta directamente a un menor nivel de demanda de los principales mercados como Europa y EE.UU., debido a las oscilaciones de las variables económicas como el tipo de cambio y las tasas de interés, así como a los eventuales inconvenientes respecto al tránsito de las mercaderías vía fluvial. Asimismo, el abastecimiento de materia prima, como las carbonillas residuales provenientes de las industrias y clasificadoras de carbón, se encuentra sujeta al nivel de desempeño de estas fuentes proveedoras.

Al respecto, la elevada competencia en el mercado internacional y el menor desempeño económico de mercados como la Eurozona y E.E.U.U., principales destinos de los carbones vegetales y briquetas de carbón, han incidido sobre los niveles de demanda de los Carbones Vegetales y Briquetas de Carbón. El sector mantiene periodos específicos de incrementos de ventas, impulsados por la temporada estival de cada región que marca un ritmo diferente en cada año, por lo que se observa ciclos estacionales propios dentro del mercado, los cuales se concentran entre los meses de noviembre y abril.

Bricapar representa una de las principales empresas exportadoras en su industria, posicionándose como aquella de mayor nivel de exportación. Dentro de los planes estratégicos de la empresa, la misma busca ganar un mayor posicionamiento en el mediano y largo plazo, mediante el desarrollo de nuevos mercados regionales y el acompañamiento de un adecuado perfil financiero, con el propósito de alcanzar más inversiones en desarrollo de nuevas fuentes de generación de materia prima, una adecuada estructura organizacional y el aprovechamiento de la infraestructura de producción instalada.

La agencia de Israel GLOS Ltd. Ha cumplido con las expectativas de venta de carbón tipo picnic, se estima un volumen similar al anterior en carbón e iniciar el mercado de briquetas de carbón. En el mercado americano, se continúa con las ventas, principalmente, a EE.UU. y Chile, y en menor medida a Uruguay, Costa Rica, Panamá y Bolivia, mientras que en el mercado de Brasil, se continúa evaluando las oportunidades de distribución.

En todos los países que abarcan Centroamérica y Sudamérica las ventas de carbón y briquetas son con marca BRICAPAR. Dentro del plan de eficiencia en la producción y logística, enfocada a la disminución de los costos de operaciones industriales se han vendido las instalaciones de Mariano Roque Alonso -Planta 2, donde se realizaban procesos de envasado de briquetas de carbón y carga a los contenedores. Las nuevas planta de envasado y expedición fueron construidas y en la actualidad están operativas, en la planta 3 de Villa Hayes, con las necesidades básicas de eficiencia y espacio, la inversión asciende a un millón de dólares americanos, compromiso asumido con los bonistas ya que las dos propiedades están garantizando el fideicomiso.

## ADMINISTRACIÓN

La administración se encuentra bajo el control de sus principales accionistas, quienes han encarado el desarrollo de enfoque de integral de gestión y el fortalecimiento de la estructura interna

Desde el inicio de sus actividades comerciales en el año 1997, Bricapar S.A.E. opera bajo el control y gestión de sus principales accionistas y fundadores. Al respecto, la Presidencia y el gerenciamiento general ha sido asumida por el Ing. Agr. Manuel Jiménez Gaona, luego de que el Econ. Ramón Jiménez Gaona, quien ejercía una activa participación en la toma de decisiones y rol relevante en las relaciones estratégicas y comerciales de la empresa, haya asumido nuevos roles en la función pública como principal responsable del Ministerio de Obras Públicas y Comunicaciones. En tal sentido, la conducción estratégica de la sociedad ha observado un periodo de transición y ajustes, sobre considerando importante dependencia alcanzada en funcionarios claves.

La plana Directiva de la empresa está compuesta por un Presidente y tres directores titulares, todos con importante experiencia y trayectoria en la dirección y conducción estratégica de empresas. Ibecosol, como uno de sus principales accionistas e inversionista institucional, mantiene un lugar dentro de la composición mediante su representante legal y Presidente, Fernando Gutiérrez Antón.

Mediante esto, Bricapar había firmado un contrato de preferencia de comercial de productos en el año 2005 para que Ibecosol adquiera la mayor parte de su producción hasta el año 2015 con el propósito de comercializarlo en Europa.

Asimismo, mantiene contratos de alquiler de la planta industrial de Santa Rosa con su subsidiara Loma Puku, mientras que con Transglobal y Megapack tiene contratos de prestación de servicios de transporte y provisión de envases, respectivamente.

La operatividad de sus negocios se desarrolla

bajo un esquema organizacional en proceso de consolidación conforme a las mejores prácticas del buen Gobierno Corporativo. Asimismo, mantiene un esquema organizacional que le permite potenciar cada una de las áreas, tanto operativas como industriales. Ha cumplido con las renovaciones y vigencias de las certificaciones de calidad de sus productos y procesos, a través de empresas especializadas, ya sean internacionales y locales. Sin embargo, el fortalecimiento de este esquema requiere del acompañamiento de procedimientos internos consolidados y de buenas prácticas de gobierno corporativo, y el mantenimiento de elevados estándares de calidad, que son elementos esenciales para acceder a mercados más exigentes.

Plana Directiva y Ejecutiva			
Directores	Cargo	Profesión	Experiencia
Manuel Jiménez Gaona	Presidente de Directorio	Ingeniero Agrónomo por la UNA	Pdte. Yasuka. Director en Megapack, y Loma Puku
Ramón Jiménez Gaona Sosa	Director Titular	Ingeniero Civil por la UNA	Fundador y Accionista en Jiménez Gaona y Lima, Conempa, Cupasa, Inmobiliaria Curupayty, Macrotec, Yasuka. Director en Megapack y Loma Puku
Fernando Gutiérrez Antón	Director Titular	Diplomado en Ciencias Económicas y Empresariales	Pdte. De Ibecosol, Unidesa, Uniholding y Delegado de Cavedesa España
Luis Alberto Lima	Director Titular	Ingeniero Civil por la UNA	Accionista y Director en Jiménez Gaona y Lima, Macrotec, Conempa, CIE, Cupasa, Astilleros Chacho, TIE, entre otras
Gerente	Área	Gerente	Área
Mónica Rodilo de Pecci	Finanzas	Rosa Silva	Administración
Víctor Benítez Mena	Producción en Planta Villa Hayes	Franciso Giménez Recalde	Envasado en Planta Villa Hayes
Juan Delgadillo	Planta de Santa Rosa	Marcelo Solís	Industrial

**PROPIEDAD**

La propiedad de la empresa se encuentra bajo el control del Grupo Familiar Jiménez Gaona, a través de una participación mayoritaria en el paquete accionario

Bricapar S.A.E. permanece bajo el control del Grupo Familiar Jiménez Gaona, con el 55,63% de las acciones integradas, lo cual ha permitido que sus principales accionistas mantengan una activa participación en la dirección y en la toma de decisiones respecto a los negocios y planes de inversión, además de contar con una importante experiencia en el rubro, así como en otros emprendimientos.

Dentro de la composición accionaria de la emisora, se contempla la participación del 25,63% de IBECOSOL SL, socio y aliado estratégico para las exportaciones a Europa, con una importante plataforma de distribución y comercialización en España y Alemania, con orientación a mercados en general, así como a hoteles, restaurantes y cafeterías (Horeca).

A través de este relacionamiento, IBECOSOL mantiene un acuerdo para la adquisición de carbones vegetales envasados y briquetas de carbón vegetal de BRICAPAR, conforme a las condiciones establecidas en el contrato anual entre ambas partes. El resto de las acciones se encuentran distribuidas en un porcentaje minoritario, en poder de inversionistas individuales, cuya participación total alcanza el 18,74% de la composición.

La empresa ha mantenido su capital social e integrado invariable en los últimos años, así como la composición de sus accionistas, conformado por 8.000 acciones ordinarias y siendo su valor G. 24.000 millones al cierre de setiembre de 2015.

Por su parte, se encuentra vinculada a través de inversiones realizadas en acciones de otras empresas. Al respecto, es propietaria del 100% de las acciones de Loma Pukú S.A.,

empresa subsidiaria de Bricapar, y administradora de la planta industrial ubicada en Santa Rosa, San Pedro, con un capital social de G. 7.527 millones. Además, posee el 30% de las acciones de Transglobal S.A., proveedor de servicios de flete, equivalente a USD 60.000, y el 5% de acciones (G. 500 millones) en Mega Pack S.A., cuyo capital integrado asciende a G. 10.000 millones. Asimismo, sus accionistas individuales se encuentran vinculados por acciones a diferentes empresas, donde ejercen una activa participación en la dirección y conducción estratégica de otras empresas.

Al cierre de setiembre de 2015, el saldo de las partes relacionadas ha registrado principalmente una cuenta a cobrar de IBECOSOL por USD. 956.997,72 mientras que en el caso de las cuentas pagar en uno de sus accionistas por USD. 428.802,74.

Por último, cabe señalar que la empresa conserva activos comprometidos por un valor de USD. 2.907.000, compuesto de inmuebles, maquinarias e instalaciones, según tasación de fecha 10/10/2013, en garantía de obligaciones contraídas por USD. 1.796.000, a través del desarrollo del Fideicomiso de Administración y Garantía con el Banco Familiar, con una relación de cobertura de 1,74 veces al cierre de setiembre de 2015. Luego de la última tasación realiza de los bienes, se ha registrado un incremento en el valor de mercado de hasta USD. 7.133.052.

**COMPOSICIÓN ACCIONARIA DE BRICAPAR**

Accionistas	Acciones	Capital	%
IBECOSOL SL	2.050	6.150.000.000	25,63%
Ing. Ramón Jiménez Gaona Sosa	2.000	6.000.000.000	25,00%
Econ. Ramón Jiménez Gaona Arellano	2.000	6.000.000.000	25,00%
Ing. Agr. Manuel Jiménez Gaona Arellano	450	1.350.000.000	5,63%
Ing. Luis Alberto Lima	600	1.800.000.000	7,50%
Ing. Carlos Rodiño	400	1.200.000.000	5,00%
Lic. Hugo Aranda Núñez	400	1.200.000.000	5,00%
Ing. Marcelo Solís	100	300.000.000	1,25%
<b>TOTAL GENERAL</b>	<b>8.000</b>	<b>24.000.000.000</b>	<b>100,00%</b>

empresa subsidiaria de Bricapar, y administradora de la planta industrial ubicada en Santa Rosa, San Pedro, con un capital social de G. 7.527 millones. Además, posee el 30% de las acciones de Transglobal S.A., proveedor de servicios de flete, equivalente a USD 60.000, y el 5% de acciones (G. 500 millones) en Mega Pack S.A., cuyo capital integrado asciende a G. 10.000 millones. Asimismo, sus accionistas individuales se encuentran vinculados por acciones a diferentes empresas, donde ejercen una activa participación en la dirección y conducción estratégica de otras empresas.

Al cierre de setiembre de 2015, el saldo de las partes relacionadas ha registrado principalmente una cuenta a cobrar de IBECOSOL por USD. 956.997,72 mientras que en el caso de las cuentas pagar en uno de sus accionistas por USD. 428.802,74.

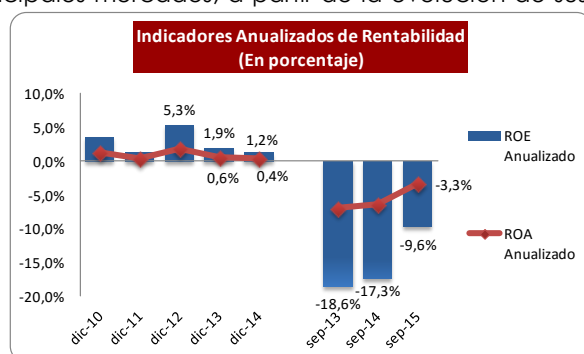
Por último, cabe señalar que la empresa conserva activos comprometidos por un valor de USD. 2.907.000, compuesto de inmuebles, maquinarias e instalaciones, según tasación de fecha 10/10/2013, en garantía de obligaciones contraídas por USD. 1.796.000, a través del desarrollo del Fideicomiso de Administración y Garantía con el Banco Familiar, con una relación de cobertura de 1,74 veces al cierre de setiembre de 2015. Luego de la última tasación realiza de los bienes, se ha registrado un incremento en el valor de mercado de hasta USD. 7.133.052.

**SITUACIÓN FINANCIERA**
**RENTABILIDAD Y MÁRGENES**

Mantiene bajos niveles de rentabilidad y de resultados netos, a partir de la disminución de las facturaciones y de las variaciones del tipo de cambio a nivel local y extranjero

En los últimos periodos, Bricapar ha evidenciado una menor performance en sus niveles de facturación por exportación como consecuencia del comportamiento de la demanda internacional de sus productos, así como de los precios negociados, unidos a las condiciones económicas existentes en sus principales mercados, a partir de la evolución de sus monedas.

En este sentido, los ingresos por exportación de carbón vegetal y briquetas, así como de aserrín, han alcanzado G. 38.453 millones al cierre de setiembre de 2015, luego de una disminución interanual de 4,8% en relación a lo registrado en 2014, incluso habiendo sido favorecido localmente como exportador por la suba de tipo de cambio a nivel local en los últimos trimestres. Esto ha sido acompañado por una disminución interanual de los costos de mercaderías vendidas en 32,9%, mientras que la utilidad bruta ha sido de G. 8.222 millones, lo que ha representado el 21,4% del total de los ingresos.



Cabe señalar la estacionalidad de la zafra y comercialización de los productos de la empresa, considerando que desde finales de cada año hasta el cierre del primer trimestre del año siguiente, concretan sus exportaciones a Europa, principalmente, a través de su socio IBECOSOL.

En cuanto a la estructura de gastos, si bien la empresa ha avanzado en un proceso de racionalización de gastos operativos industriales en los últimos trimestres, luego de la venta de la planta de Mariano Roque Alonso y la disminución de la dotación de personal en relación a años anteriores, el mismo se ha traducido en una leve disminución de los niveles de gastos en 6,1%, principalmente debido al incremento registrado de los gastos en personal y de comercialización. Con esto, el resultado operativo de la empresa ha sido de G. 4.973 millones, lo que representa a su vez el 12,93% de los ingresos totales.

Por su parte, si bien los gastos financieros han disminuido interanualmente de G. 6.608 millones a G. 4.912 millones, ha evidenciado aún un peso importante dentro de su capacidad de generación de resultados netos, teniendo en cuenta su evolución en relación a los ingresos totales.

Otros factores que han tenido su incidencia sobre los niveles de resultados han sido, por un lado, las diferencias negativas registradas por el incremento del tipo de cambio sobre su posición en activos y pasivos en moneda extranjera, que al cierre de setiembre de 2015, alcanzaba G. 8.427 millones. Mientras que por el otro, y que ha compensado esta pérdida mencionada, se registran los ingresos no operativos por la venta de activos fijos (planta N° 2, de Mariano Roque Alonso) por G. 6.428 millones.

Todo lo anterior, y principalmente teniendo en cuenta la estacionalidad de su ingresos, se ha traducido en utilidad negativa de G. 2.708 millones, inferiores a los resultados de setiembre de 2014 (G. -4.686 millones), y en indicadores anualizados ROA y ROE de -3,3% y -9,6%, respectivamente, lo que refleja el bajo nivel de márgenes y rentabilidades alcanzadas.

## SOLVENCIA Y CAPITALIZACIÓN

### Mantenimiento de una baja posición patrimonial ante recursos de terceros, unida a la falta de capitalización y a la baja capacidad de generación de resultados netos

Bricapar S.A.E. ha mantenido un bajo nivel de fortalecimiento patrimonial en los dos últimos años en relación al financiamiento con recursos de terceros, como resultado de la falta de capitalización con recursos propios o nuevos aportes, así como por los desafíos existentes para incrementar su capacidad de generación de resultados netos, a partir de menores niveles de facturación. Cabe mencionar que el financiamiento con recursos de terceros ha sido muy superior al nivel registrado con recursos propios de la empresa al cierre de setiembre de 2015. Con lo cual, si bien el indicador de solvencia de 0,32 veces no ha variado, se mantiene en un bajo nivel y muy sensible a los resultados alcanzados.

En este sentido, desde la modificación de sus estatutos sociales para el aumento de su capital social hasta USD 4.000.000 o su equivalentes G. 24.000 millones en el año 2004, según el tipo de cambio vigente de esa fecha, la empresa no ha registrado nuevas modificaciones de sus estatutos sociales para aumento de capital, lo cual ha permaneciendo invariable hasta el cierre de setiembre de 2015.

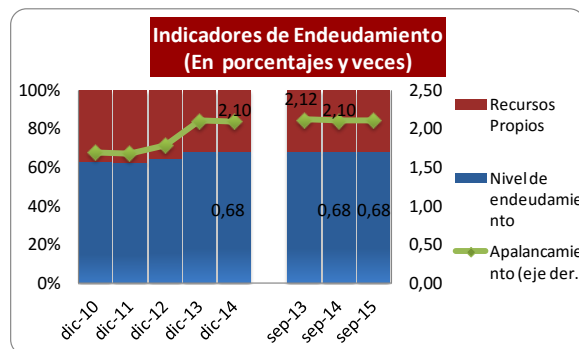
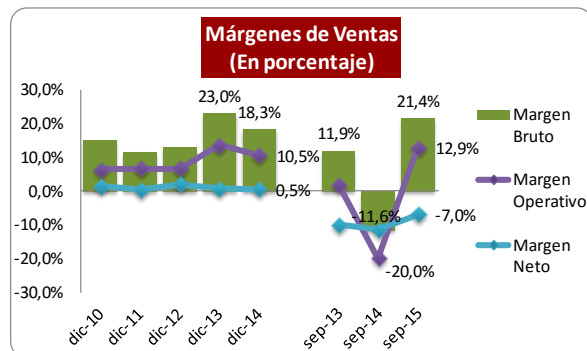
Para el corte analizado, el capital integrado de la empresa se ha mantenido en G. 24.000 millones, mientras que el Patrimonio Neto de la empresa se ha incrementado interanualmente en 10,92% hasta alcanzar G. 34.763 millones, explicadas principalmente por el aumento de las reservas de revaluó en 13,19% y por las menores pérdidas registradas en relación a setiembre de 2014, cuyo valor ha disminuido interanualmente de G. -4.686 millones a G. -2.708 millones.

## ENDEUDAMIENTO Y COBERTURA DE GASTOS FINANCIEROS

### Elevado nivel de endeudamiento y baja cobertura de gastos financieros, a partir de una menor performance de sus ingresos operativos

Durante los dos últimos años, Bricapar ha mantenido un elevado nivel de endeudamiento y apalancamiento, a partir de las obligaciones de corto plazo asumidas continuamente con entidades bancarias (préstamos y sobregiros) y el importante nivel de compromisos con inversionistas, a través de la emisión y colocación de bonos en el mercado de valores, así como por los préstamos eventuales de sus accionistas. Asimismo, los pasivos de la empresa se han encontrado expuestos ante el crecimiento del tipo de cambio, principalmente desde el inicio del segundo trimestre del 2015, sobre todo por el importante posicionamiento de pasivos en moneda extranjera.

Al cierre de setiembre de 2015, si bien los activos totales de la empresa han registrado un crecimiento interanual de G. 10.889 millones hasta



alcanzar G. 108.077 millones, el pasivo total ha crecido en 11,34% (G. 7.465 millones), con lo cual su saldo ha subido a G. 73.314 millones, lo que refleja que el incremento de los activos ha sido explicado principalmente por el aumento de recursos de terceros (68,56%).

En este sentido, el pasivo total de empresa se ha mantenido en 0,68 veces los activos totales, mientras que el nivel de apalancamiento ha subido levemente de 2,10 veces a 2,11 veces su patrimonio neto, reflejando el grado de dependencia financiera que la empresa mantiene por la financiación del crecimiento de sus operaciones.

El pasivo corriente de Bricapar se ha incrementado en G. 3.382 millones al cierre del corte analizado, luego de un aumento de las deudas bancarias y la disminución de las deudas comerciales. Con esto, el saldo de las obligaciones corrientes ha alcanzado G. 37.741 millones, sobre todo considerando que la empresa se ha financiado a través de préstamos bancarios de corto plazo, cuyo crecimiento ha sido de 21,22% (equivalente a G. 4.838 millones). Cabe señalar que dentro de las obligaciones de corto plazo no se evidenció el saldo de los bonos colocados bajo el sistema tradicional por USD. 630.000, según el calendario establecido por Resolución CNV N° 15 E/14, Acta de Directorio N° 014 de fecha 25/02/2014. Igualmente, la empresa ha amortizado USD. 426.000 de los mismo en fecha 25/11/2015.

En contrapartida, el pasivo no corriente ha crecido en G. 3.382 millones, con lo cual su saldo se ha incrementado hasta G. 4.083 millones. La principal deuda de largo plazo se refleja en el saldo de emisiones y colocaciones de bonos bajo los sistemas tradicional y electrónico de negociación en el mercado de valores, luego de la reestructuración alcanzada con los tenedores de bonos a finales de 2013. Esa deuda asciende a G. 26.661 millones al cierre de setiembre de 2015. Asimismo, se han mantenido deudas con uno de los accionistas, principalmente desde mayo de 2014, la cual ha disminuido a G. 2.369 millones para el corte analizado.

En relación a las colocaciones de bonos bajo el sistema tradicional, la empresa mantiene vigente un Fideicomiso de Administración y Garantía con el Banco Familiar SAECA con el propósito de garantizar el cumplimiento de los compromisos asumidos por la emisión de bonos negociados bajo el sistema tradicional. El valor de los inmuebles, instalaciones y maquinarias fideicomitidos ha sido recientemente avaluado en octubre de 2015 como lo establece el contrato de fideicomiso, y su tasación ha arrojado un valor de mercado de USD. 7.133.052.

Por último, la empresa ha mantenido un bajo nivel de cobertura de activos fijos en los últimos años, así como en el corte analizado, siendo su indicador de 0,93 veces. Asimismo, si bien la cobertura de gastos financieros ha mejorado levemente en relación al 2014 (1,01 veces versus -1,28 veces), se ha mantenido muy bajo para el elevado nivel de endeudamiento, sobre todo considerando que la relación de los pasivos anualizados y los resultados antes intereses se ha incrementado de 7,99 veces a 11,06 veces.

## LIQUIDEZ Y FONDEO

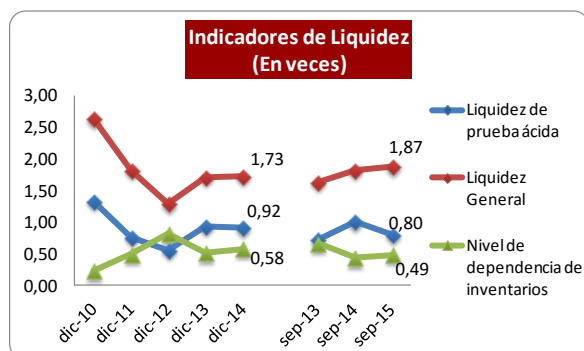
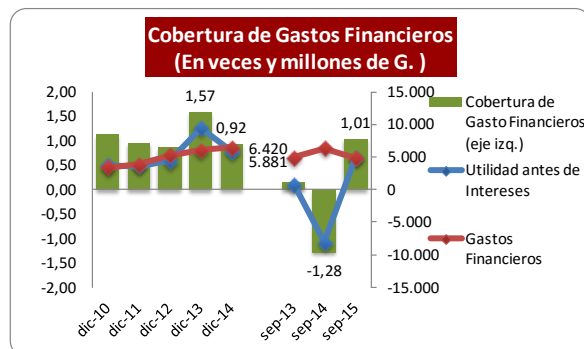
Si bien ha mantenido adecuados indicadores de liquidez, ha alcanzado una ajustada posición de caja y de elevada dependencia de inventario en relación al mayor grado de maduración de sus obligaciones y la estacionalidad de sus negocios

Bricapar ha demostrado mantener adecuados indicadores de liquidez en los últimos años, si bien esto ha sido acompañado por un nivel de dependencia de inventario y posicionamiento en créditos fiscales, además de que sus ingresos por exportación se concentran entre finales de cada año y el primer trimestre del año siguiente, lo cual supone mayores tiempos y gestiones para su realización, sobre todo considerando el vencimiento de sus obligaciones de corto plazo y la maduración de las obligaciones contraídas, luego de la recalendarización alcanzada en 2014.

Para el cierre de setiembre de 2015, el indicador de liquidez general ha sido de 1,87 veces su pasivo corriente, mientras que su ratio de prueba ácida ha sido de 0,80 veces, inferior a 1,01 veces registrado en el mismo corte del año 2014. Si bien el indicador de liquidez general de la empresa ha demostrado un comportamiento ascendente para el corte analizado, esto se debe principalmente al crecimiento de inventario en relación al crecimiento de las deudas bancarias de corto plazo.

Cabe señalar que la modalidad utilizada por la empresa para la comercialización de sus productos se instrumenta a través de Cartas de Crédito Irrevocable de hasta 90 días, así como que las cuentas a pagar y los créditos fiscales han representado el 12% y 9,57% los activos corrientes, respectivamente. Por su parte, el saldo de inventario ha reflejado una participación del 57,17% de los activos corrientes, principalmente por los productos en proceso (28,64%) y las materias primas (17,16%).

Al cierre de setiembre de 2015, el saldo de capital de trabajo ha alcanzado G. 33.018 millones, superior en G. 4.695 millones al registrado en 2014. Este incremento se ha debido por un lado al



crecimiento del saldo de inventario (productos en proceso y materia prima) y de clientes en G. 6.631 millones y G. 3.038 millones, respectivamente, mientras que por el otro, al bajo incremento de las deudas bancarias de corto plazo (préstamos y sobregiros). Con esto, el Activo Corriente de la empresa ha alcanzado G. 70.758 millones, luego de un crecimiento de 12,89% en relación al año 2014, mientras que el pasivo corriente ha crecido en G. 3.382 millones, equivalente a una tasa de 9,84%, con lo cual ha registrado un saldo de G. 37.741 millones.

En cuanto a la estructura de fondeo de Bricapar, la misma se ha mantenido relativamente considerando los niveles de crecimiento registrado de sus obligaciones corrientes (9,84%) y no corrientes (12,97%) al cierre de setiembre de 2015.

En este sentido, el pasivo total de la empresa encuentra conformado en 51,48% por obligaciones de corto plazo, principalmente por los préstamos y sobregiros bancarios, mientras que los 48,52% restantes, lo representan los compromisos de más de más largo plazo, compuesto por los préstamos de accionistas y bonos emitidos bajo el PEG USD1 y el sistema tradicional, que irán venciendo durante el 2016 en gran parte.

Al respecto, un aspecto importante en relación a los calces de recursos corrientes, ha sido que a finales del año 2013 ha obtenido la autorización de los tenedores de bonos emitidos bajo el sistema tradicional de negociación para la recalendarización de pagos de capital e intereses, registrado por la Comisión Nacional de Valores en el año 2014, así como la desafectación de dos inmuebles de Mariano Roque Alonso, para su venta. Esto ha extendido la maduración de las obligaciones hasta dos años más conforme al calendario aprobado en la Asamblea de Tenedores N° 2/2013, a través de cual se incrementaron las obligaciones de largo plazo en sustitución de aquellos corto plazo.

## GESTIÓN Y ACTIVIDAD

### Menor desempeño de los negocios en los últimos dos periodos, unida a una baja rotación de inventario y cuentas a cobrar

Bricapar S.A.E. ha mantenido una menor performance en su actividad comercial y gestión operativa en los últimos dos periodos, a través de menores niveles de venta y costos, así como por el aumento del saldo de inventario, los cuales han incidido sobre los indicadores de rotación, y ha aumentado el tiempo necesario para hacer efectivo su ciclo operacional.

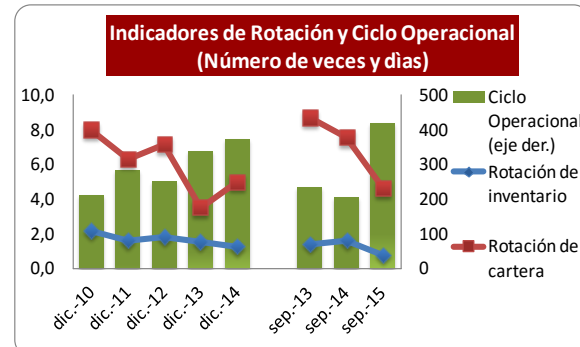
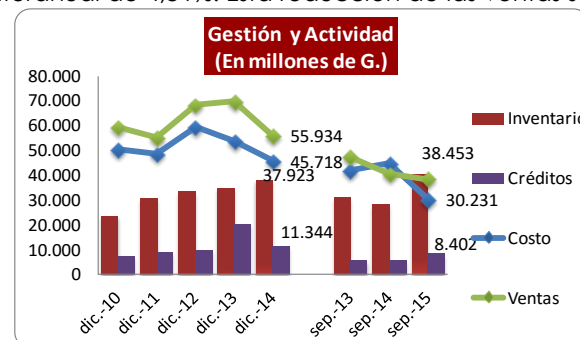
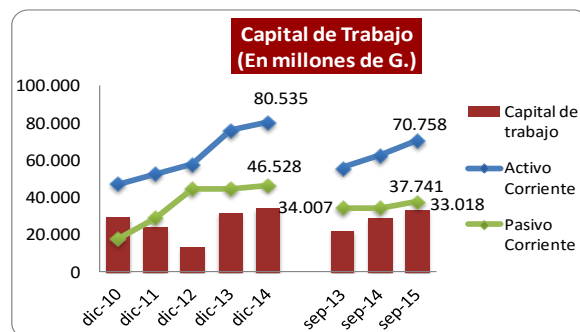
Al cierre de setiembre de 2015, el nivel de facturación de la empresa ha sido de G. 38.453 millones, versus los G. 40.395 millones del corte del año pasado, lo que representa una disminución interanual de 4,81%. Esta reducción de las ventas se ha debido esencialmente a la menor demanda y comercialización de carbón vegetal y briquetas de carbón en Europa, mientras que paralelamente la empresa ha reorientado gradualmente la diversificación de sus mercados.

En cuanto a los créditos registrados, los mismos han aumentado interanualmente para el corte analizado en 56,65%, como consecuencia del saldo que se mantiene con IBECOSOL. Con esto, el ratio de cartera de créditos si bien ha disminuido interanualmente de 7,5 veces a 4,6 veces, se ha mantenido elevado, con un periodo de rotación que se ha incrementado desde 36 días a 59 días.

En relación a los niveles de inventarios, el saldo acumulado se ha elevado interanualmente en 45% al corte de setiembre de 2015, luego de la disminución de las actividades comerciales a partir de menor volumen de exportaciones realizadas y el incremento de las compras de materias primas y productos en proceso. Por su parte, el costo de las mercaderías vendidas se ha reducido interanualmente en 32,57%, hasta alcanzar un valor de G. 30.231 millones al cierre de setiembre de 2015.

Para el corte analizado, el indicador de inventario de la empresa ha sido de 0,7 veces, inferior a 1,6 veces de setiembre de 2014. Con esto, la rotación se ha bajado significativa y se ha traducido en un mayor periodo de rotación, que ha pasado desde 167 días a 361 días.

Con todo, el ciclo operacional de la empresa ha aumentado desde 203 días hasta 420 días, explicado principalmente por la menor rotación de inventario y cartera, a partir de los niveles de actividad comercial registrados durante el último corte trimestral. Esto indica que las operaciones de la empresa requieren, en promedio, de un mayor periodo para volverse efectivas.





**FLUJOS DE CAJA PROYECTADO. PERIODO 2016-2018**

Se ha considerado el flujo de ingresos y egresos operativos y financieros previstos para el periodo 2016/2018, y se ha tomado como base el nivel de crecimiento de sus negocios, la estructura de costos y gastos existentes, las necesidades de financiamiento de la empresa para invertir en su programa de expansión y de capital operativo. Al respecto, cabe mencionar que la empresa ha amortizado totalmente los intereses y capital del año 2015 correspondientes a los bonos del sistema tradicional, mientras que aquellos calendarizados en el año 2019, no han sido contemplados dentro de dicho flujo.

Al respecto, se ha estimado un crecimiento de los ingresos operativos durante el año 2016, principalmente por la venta de carbón vegetal y briquetas de carbón, a una tasa de 2,5% hasta el año 2017, y de 3% en adelante. Asimismo, se ha previsto un flujo de ingresos no operativos producto de la venta de un activo fijo y la recuperación gradual prevista del crédito fiscal a favor de la empresa.

Por su parte, se prevé un menor crecimiento de la estructura de costos y de gastos operativos, a una tasa promedio menor de 2,0%, el cual estará directamente relacionado al volumen de producción y comercialización de los productos, mientras que los gastos fijos mantendrían entorno a USD 800.000.

Por último, se ha observado un menor desempeño durante el año 2015 de la actividad comercial y de gestión operativa, lo cual se ha traducido en una disminución de sus ingresos por ventas de carbón vegetal y briquetas de carbón. Al respecto, las ventas alcanzaron unos ingresos por G. 38.453 millones al cierre de setiembre de 2015.

**FLUJO DE CAJA ANUAL 2016/2018**

En dólares Americanos

CONCEPTOS	2016	2017	2018
<b>FLUJO DE CAJA INICIAL</b>	<b>2.696.138</b>	<b>4.531.598</b>	<b>6.659.153</b>
<b>EGRESOS DEL AÑO</b>	<b>21.477.096</b>	<b>21.892.198</b>	<b>22.338.279</b>
Infraestructura			
Inventario			
Gastos Fijos	800.031	824.376	849.781
Gastos Variables	20.677.065	21.067.822	21.488.498
<b>INGRESOS DEL AÑO</b>	<b>25.114.661</b>	<b>25.715.027</b>	<b>26.330.403</b>
<b>Ingresos Operativos</b>	<b>24.014.661</b>	<b>24.615.027</b>	<b>25.230.403</b>
Venta de Carbón Vegetal y Briquetas de Carbón	22.399.325	22.959.308	23.533.291
Venta de Briquetas de aserrín	1.615.336	1.655.719	1.697.112
<b>Ingresos No Operativos</b>	<b>1.100.000</b>	<b>1.100.000</b>	<b>1.100.000</b>
Ingresos por recupero Crédito Fiscal	1.100.000	1.100.000	1.100.000
Ingresos por venta Activo Fijo			
<b>SERVICIOS FINANCIEROS</b>	<b>1.969.194</b>	<b>1.123.496</b>	<b>1.801.233</b>
Intereses Bonos Sistema Tradicional	170.112	39.832	0
Intereses Bonos PEG USD1	213.082	213.664	221.233
Capital Bonos Sistema Tradicional	1.256.000	540.000	0
Capital Bonos PEG USD1	0	0	1.250.000
Intereses Bancarios	150.000	150.000	150.000
Dev.Préstamos e Intereses Accionistas	0	0	0
Devolución Capital Bancos	0	0	0
Otros Egresos financieros	180.000	180.000	180.000
<b>FLUJO NETO DEL AÑO</b>	<b>4.364.509</b>	<b>7.230.931</b>	<b>8.850.044</b>

Fuente: Proyección del Flujo de Caja de Bricapar para el periodo de vigencia de los bonos del PEG USD1

**BRICAPAR S.A.E.**
**RESUMEN ESTADÍSTICO - SITUACIÓN PATRIMONIAL, ECONÓMICO-FINANCIERO**
*(En millones de guaraníes, números de veces y porcentajes)*

<b>BALANCE GENERAL</b>	<b>dic-10</b>	<b>dic-11</b>	<b>dic-12</b>	<b>dic-13</b>	<b>dic-14</b>	<b>sep-13</b>	<b>sep-14</b>	<b>sep-15</b>	<b>Variación %</b>
Disponibilidades	180	628	55	139	3.829	42	604	634	4,9%
Créditos	12.103	13.350	17.596	26.465	20.586	13.553	21.502	17.381	-19,2%
Inventarios	23.470	30.463	33.248	34.757	37.923	31.004	27.899	40.453	45,0%
Gastos Pagados por Anticipado	11.369	8.122	6.956	14.849	18.198	11.452	12.676	12.291	-3,0%
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>47.121</b>	<b>52.563</b>	<b>57.854</b>	<b>76.211</b>	<b>80.535</b>	<b>56.050</b>	<b>62.681</b>	<b>70.758</b>	<b>12,9%</b>
Inversiones	8.758	8.296	8.280	8.302	8.305	8.663	9.107	9.612	5,5%
Propiedad, Planta y Equipos	24.877	24.702	29.090	27.151	27.218	27.620	25.368	27.669	9,1%
Gastos a Devengar	0	0	0	0	0	0	0	0	n/a
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>35.935</b>	<b>33.707</b>	<b>38.456</b>	<b>35.487</b>	<b>35.551</b>	<b>36.323</b>	<b>34.507</b>	<b>37.319</b>	<b>8,1%</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>83.056</b>	<b>86.270</b>	<b>96.310</b>	<b>111.698</b>	<b>116.085</b>	<b>92.373</b>	<b>97.188</b>	<b>108.077</b>	<b>11,2%</b>
Cuentas a Pagar	3.393	3.407	4.462	5.362	6.601	3.004	5.978	3.634	-39,2%
Préstamos Financieros CP	13.550	24.453	39.579	38.009	38.649	30.056	27.043	32.886	21,6%
Provisiones	905	1.080	637	1.354	1.278	1.218	1.338	1.221	-8,8%
<b>PASIVO CORRIENTE</b>	<b>17.848</b>	<b>28.940</b>	<b>44.678</b>	<b>44.725</b>	<b>46.528</b>	<b>34.278</b>	<b>34.359</b>	<b>37.741</b>	<b>9,8%</b>
Préstamos Financieros LP	34.321	25.139	16.990	30.647	31.836	28.237	31.277	35.294	12,8%
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>34.356</b>	<b>25.157</b>	<b>17.104</b>	<b>30.947</b>	<b>32.085</b>	<b>28.482</b>	<b>31.490</b>	<b>35.573</b>	<b>13,0%</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>52.204</b>	<b>54.098</b>	<b>61.782</b>	<b>75.672</b>	<b>78.613</b>	<b>62.759</b>	<b>65.848</b>	<b>73.314</b>	<b>11,3%</b>
Capital	24.000	24.000	24.000	24.000	24.000	24.000	24.000	24.000	0,0%
Reservas	5.790	7.028	8.077	9.168	10.332	8.077	9.189	10.351	12,7%
Resultados Acumulados	240	980	1.144	2.451	2.837	2.323	2.837	3.121	10,0%
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>30.853</b>	<b>32.172</b>	<b>34.528</b>	<b>36.026</b>	<b>37.472</b>	<b>29.614</b>	<b>31.340</b>	<b>34.763</b>	<b>10,9%</b>
<b>PATRIMONIO NETO MÁS PASIVO</b>	<b>83.056</b>	<b>86.270</b>	<b>96.310</b>	<b>111.698</b>	<b>116.085</b>	<b>92.373</b>	<b>97.188</b>	<b>108.077</b>	<b>11,2%</b>
<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>									
Ventas	59.301	55.102	68.277	69.824	55.934	47.445	40.395	38.453	-4,8%
Costo de Mercaderías Vendidas	50.502	48.758	59.646	53.795	45.718	41.815	45.030	30.231	-32,9%
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>8.798</b>	<b>6.344</b>	<b>8.630</b>	<b>16.029</b>	<b>10.216</b>	<b>5.630</b>	<b>-4.634</b>	<b>8.222</b>	<b>-277,4%</b>
Gastos Comerciales	2.556	42	1.347	3.147	492	2.465	467	747	59,8%
Gastos de Ventas	2.468	2.683	2.833	3.409	3.842	2.429	2.994	2.503	-16,4%
Gastos Totales	5.023	2.725	4.180	6.556	4.334	4.894	3.461	3.249	-6,1%
<b>Resultado Operativo ante de Intereses</b>	<b>3.775</b>	<b>3.619</b>	<b>4.450</b>	<b>9.472</b>	<b>5.881</b>	<b>737</b>	<b>-8.095</b>	<b>4.973</b>	<b>-161,4%</b>
Gastos Financieros	3.366	3.813	5.246	6.018	6.420	4.965	6.308	4.912	-22,1%
<b>Resultado Operativo Neto</b>	<b>409</b>	<b>-193</b>	<b>-796</b>	<b>3.454</b>	<b>-539</b>	<b>-4.229</b>	<b>-14.403</b>	<b>61</b>	<b>-100,4%</b>
<b>Resultado del Ejercicio</b>	<b>822</b>	<b>164</b>	<b>1.307</b>	<b>407</b>	<b>303</b>	<b>-4.786</b>	<b>-4.686</b>	<b>-2.709</b>	<b>-42,2%</b>
<b>INDICADORES</b>									
<b>SOLVENCIA Y LEVERAGE</b>									<b>Variación %</b>
Nivel de Endeudamiento	0,63	0,63	0,64	0,68	0,68	0,68	0,68	0,68	0,00
Recursos Propios	0,37	0,37	0,36	0,32	0,32	0,32	0,32	0,32	0,00
Apalancamiento	1,69	1,68	1,79	2,10	2,10	2,12	2,10	2,11	0,01
Cobertura de Gastos Financieros	1,12	0,95	0,85	1,57	0,92	0,15	-1,28	1,01	2,30
<b>GESTIÓN</b>									
Rotación de Inventario	2,15	1,60	1,79	1,55	1,21	1,35	1,61	0,75	-0,9
Rotación de Cartera	7,98	6,28	7,11	3,47	4,93	8,69	7,53	4,58	-3,0
Ciclo Operacional (días)	212	282	251	336	372	231	203	420	217
<b>RENTABILIDAD</b>									
Rentabilidad sobre el Activo (ROA)	1,3%	0,4%	1,8%	0,6%	0,4%	-6,9%	-6,4%	-3,3%	3,1%
Rentabilidad sobre el Capital (ROE)	3,6%	1,2%	5,3%	1,9%	1,2%	-18,6%	-17,3%	-9,6%	7,7%
Margen Bruto	14,8%	11,5%	12,6%	23,0%	18,3%	11,9%	-11,5%	21,4%	32,9%
<b>LIQUIDEZ</b>									
Liquidez General	2,64	1,82	1,29	1,70	1,73	1,64	1,82	1,87	0,05
Prueba Ácida	1,33	0,76	0,55	0,93	0,92	0,73	1,01	0,80	-0,21
Nivel de Dependencia de Inventario	0,24	0,49	0,81	0,52	0,58	0,67	0,44	0,49	0,05
Capital de Trabajo	29.274	23.623	13.177	31.486	34.007	21.773	28.323	33.018	4.695

Fuente: EE.CC. de Bricapar S.A.E. para el Periodo Dic.2010/2014 y cortes trimestrales de Setiembre 2013/2014/2015.

## CARACTERÍSTICAS DEL INSTRUMENTO

### PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL USD1

Bricapar S.A.E. ha realizado la emisión y colocación de bonos bajo el Programa de Emisión Global USD1 por un monto máximo de USD. 2.500.000, según lo aprobado en la Asamblea General de Accionistas N° 18, de fecha 17 de julio de 2012, y la Resolución CNV N° 18 E/12, de fecha 20 de diciembre de 2012, a través de las Series 1 y 2 en el mercado de valores, con el propósito de obtener recursos de más largo plazo y destinarlos a capital operativo, así como a inversiones para el desarrollo del programa de expansión de la empresa.

Dichas series han sido colocadas por un valor de USD 1.250.000 cada una, con vencimientos en los años 2018 y 2019. Las mismas contemplan una modalidad de pagos semestral de intereses durante su vigencia, considerando la estacionalidad de sus exportaciones, mientras que capitales al vencimiento. Por su parte, el programa ha establecido la posibilidad de realizar un rescate anticipado total o parcial de las series colocadas, de acuerdo a las condiciones establecidas en el marco normativo vigente.

Finalmente, las emisiones realizadas no reflejan la constitución de características especiales, como resguardos y/o garantías para el cumplimiento de los compromisos asumidos.

RESUMEN DEL PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL				
CARACTERÍSTICAS	DETALLES			
Emisor	BRICAPAR S.A.E.			
Aprobación de Emisión	Asamblea Extraordinaria de Accionistas N° 18, el 17/07/2012.			
Resolución de Aprobación	CNV N° 68 E/12 de fecha 20/12/2012.			
Denominación del Programa	USD1			
Monto del Programa	USD 2.500.000.-			
	Emitidos	Monto	Tasa de Interés	Pago de Intereses
	SERIE 1	USD 1.250.000	8,50%	Semestral
	SERIE 2	USD 1.250.000	8,50%	Semestral
				Vencimiento
				28/12/2018
				27/12/2019
Destino de Fondos	Inversiones para el desarrollar el programa de expansión de la empresa y Capital operativo.			
Rescate Anticipado	Con posibilidad de rescate total o parcial de acuerdo al marco normativo vigente.			
Garantía	Sin Garantía.			
Agente organizador y colocador	Capital Markets S.A.			
Representante de Obligacionistas	Capital Markets S.A.			

Fuente: Prospecto del Programa de Emisión Global USD1 y Complementarios de Bricapar SAE

### RESUMEN DE EMISIONES EMITIDAS Y COLOCADAS

Bricapar S.A.E. que se encuentra inscrita desde el año 2007 en los registros de la Comisión Nacional de Valores y de la Bolsa de Valores y Productos de Asunción S.A. Desde entonces, ha realizado emisiones y colocaciones de bonos en diferentes series bajo el Sistema Tradicional de Negociación, con garantía fiduciaria, así como a través del Programa de Emisión Global USD1 bajo el Sistema Electrónico de Negociación por un monto máximo de USD. 2.500.000.

Para el cumplimiento de la emisión de bonos bajo el sistema tradicional, la empresa ha constituido un Fideicomiso de Administración y Garantía junto con el Banco Familiar S.A.E.C.A., en su calidad de Fiduciario, a través de un patrimonio autónomo conformado por inmuebles, instalaciones y maquinarias, que al cierre de setiembre de 2015, ha alcanzado un valor de USD. 2.907.000 y una relación de cobertura de 1,74 veces en relación al saldo de USD. 1.796.000.

La emisora ha recalendarizado el pagos de los bonos bajo el sistema tradicional a finales del año 2013, luego de la aprobación de la Asamblea de Tenedores de Bonos, según Acta N° 2/2013 de fecha 22 de octubre de 2013 y Resolución CNV N° 15 E/14, de fecha 25/02/2014, con el propósito de calzar el flujo de operaciones corrientes con los compromisos asumidos en los periodos de mayor exportación. Dicho acuerdo ha contemplado la extensión de los plazos de pagos del capital en 2 años, y el pago de los intereses de acuerdo al calendario de pagos establecidos, bajo las mismas condiciones, tasas de interés y garantías. Luego de la amortización de USD. 426.000 en fecha 25/11/2015, el calendario de pago de capital ha quedado de la siguiente manera: USD. 143.667, el 25/03/2016; USD. 61.333, el 25/06/2016; USD. 1.052.599, el 25/11/2016, USD. 160.766, el 25/03/2017 y USD. 380.833, el 25/06/2017.

Asimismo, en fecha 27/06/2014 se ha llevado a cabo otra Asamblea de Tenedores N° 3/2014, mediante el cual se ha resuelto la restitución de las fincas N° 2.742 y N° 2.189 de Mariano Roque Alonso a Bricapar para su venta pero con el compromiso de la reinversión en la planta de Villa Hayes de los recursos hasta un valor de USD. 1.000.000, cuya verificación se ha constatado a través de la tasación realizada en octubre/2015 por el Arq. Curt Tippach, con Matrícula C.S.J. N° 712.

#### BRICAPAR S.A.E. Resumen de la Emisión de Bonos vigentes

Resolución	Programas de Emisión Global	Serie	Moneda	Saldo Vigente	Vencimiento	Destino de Fondos
N° 15 E/14, Acta de Directorio N° 14 de fecha 25/02/2014	N.A.	N.A.	7.000.000,00	143.000,00	25/03/2016	Reestructuración financiera y Capital Operativo
	N.A.	N.A.		61.000,00	25/06/2016	
	N.A.	N.A.		1.052.000,00	25/11/2016	
	N.A.	N.A.		160.000,00	25/03/2017	
	N.A.	N.A.		380.000,00	25/06/2017	
<b>Totales S.T.N.</b>			<b>7.000.000,00</b>	<b>1.796.000,00</b>		
Programa de Emisión Global USD1						
Resolución	Programas de Emisión Global	Serie	Monto Emitido	Saldo Vigente	Vencimiento	Destino de Fondos
CNV 68 E/12	USD1	1	1.250.000,00	1.250.000,00	28/12/2018	Programa de expansión de la empresa y Capital Operativo
CNV 68 E/12	USD1	2	1.250.000,00	1.250.000,00	27/12/2019	
<b>Totales S.E.N.</b>			<b>2.500.000,00</b>	<b>2.500.000,00</b>		

Fuente: Resumen de emisiones vigentes, luego de la reestructuración registrada. Nota: Se ha amortizado USD 426.000 en fecha 25/11/2015 de los bonos tradicionales

## ANEXO I

NOTA: El Informe fue preparado en base a los Estados Financieros Anuales Auditados de 2010/2014 y de aquellos trimestrales comparativos de setiembre de 2013/2014/2015, así como del Flujo de Caja proyectado, que han sido remitidos por la empresa. Estas informaciones permitieron el análisis de la trayectoria de los indicadores cuantitativos, sumados a la evaluación de los antecedentes e informaciones complementarias relacionadas a la gestión de la empresa, los cuales han sido considerados como representativas y suficientes dentro del proceso de calificación.

La calificación del Programa de Emisión Global USD1 de Bricapar S.A.E. se han sometido al proceso de calificación cumpliendo con todos los requisitos del marco normativo, y en virtud a lo que establece la Ley N° 3899/09 y el artículo 15 de la Resolución CNV N° 1241/09 de la Comisión Nacional de Valores, así como de los procedimientos normales de calificación de Solventa.

## INFORMACIÓN RESUMIDA EMPLEADA EN EL PROCESO DE CALIFICACIÓN:

1. Estados Contables y Financieros anuales y trimestrales que abarcan los periodos 2010/14 y comparativo del corte de setiembre de 2013, 2014 y 2015.
2. Composición de cartera de créditos y periodos de financiamiento.
3. Política Comercial y esquema de financiamiento a clientes.
4. Políticas y procedimientos de créditos.
5. Estructura de Financiamiento, detalles de sus pasivos.
6. Composición y participación accionaria de la Emisora, vinculación con otras empresas.
7. Composición de Directorio y análisis de la Propiedad.
8. Antecedentes de la empresa e informaciones generales de las operaciones.
9. Flujo de Caja proyectado, con su respectivo escenario y supuestos. Periodo 2016-2018.

## LOS PROCEDIMIENTOS SE REFIEREN AL ANÁLISIS Y EVALUACIÓN DE:

1. Los estados financieros históricos, con el propósito de evaluar la capacidad de pago de la emisora de sus compromisos en tiempo y forma.
2. La cartera de créditos y calidad de activos, para medir la gestión crediticia (morosidad y siniestralidad de cartera).
3. Estructura del pasivo, para determinar la situación de los compromisos y características de fondeo.
4. Gestión administrativa y aspectos cualitativos que reflejen la idoneidad de sus desempeños, así como de la proyección de sus planes de negocios.
5. Flujo de caja proyectado coincidente con el tiempo de emisión, a fin de evaluar la calidad de los supuestos y el escenario previsto para los próximos años.
6. Desempeño histórico de la emisora respecto a temas comerciales, financieros y bursátiles.
7. Entorno económico y del segmento de mercado.
8. Análisis de las características de la emisión de bonos.

Publicación de la Calificación de Riesgos correspondiente al Programa de Emisión Global USD1 de **BRICAPAR S.A.E.**, conforme a lo dispuesto en la Ley N° 3899/09 y Resolución CNV N° 1241/09.

<b>BRICAPAR S.A.E.</b>	<b>1ª CALIFICACIÓN NOVIEMBRE/2012</b>	<b>1ª ACTUALIZACIÓN ABRIL/2014</b>	<b>2ª ACTUALIZACIÓN OCTUBRE/2014</b>	<b>3ª ACTUALIZACIÓN DICIEMBRE/2014</b>
<b>P.E.G. USD1</b>	<i>pyA-</i>	<i>pyBBB+</i>	<i>pyBBB+</i>	<i>pyBBB</i>
<b>TENDENCIA</b>	ESTABLE	ESTABLE	SENSIBLE (-)	ESTABLE

**Fecha de 4ª actualización:** 29 de diciembre de 2015

**Fecha de publicación:** 29 de diciembre de 2015

**Corte de calificación:** 30 de setiembre de 2015

**Resoluciones de aprobación de la CNV:** N° 68 E/12 de fecha 20/12/2012 y

**Calificadora:** **Solventa S.A. Calificadora de Riesgo**

**Edificio San Bernardo 2º Piso | Charles de Gaulle esq. Quesada |**

**Tel.: (+595 21) 660 439 (+595 21) 661 209 | E-mail: [info@solventa.com.py](mailto:info@solventa.com.py)**

<b>BRICAPAR S.A.E.</b>	<b>CALIFICACIÓN LOCAL</b>	
	<b>EMISIÓN</b>	<b>TENDENCIA</b>
<b>PROGRAMA DE EMISIÓN GLOBAL USD1</b>	<i>pyBBB</i>	<b>ESTABLE</b>
<p>Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.</p> <p>Solventa incorpora en sus procedimientos el uso de signos (+/-), entre las escalas de calificación AA y B. El fundamento para la asignación del signo a la calificación final de la Solvencia, está incorporado en el análisis global del riesgo, advirtiéndose una posición relativa de menor (+) o mayor (-) riesgo dentro de cada categoría, en virtud a su exposición a los distintos factores y de conformidad con metodologías de calificación de riesgo.</p>		

**NOTA:** “La calificación de riesgo no constituye una sugerencia o recomendación para comprar, vender o mantener un valor, un aval o garantía de una emisión o su emisor, sino un factor complementario para la toma de decisiones”.

**El informe de calificación no es el resultado de una auditoría realizada a la entidad por lo que Solventa no garantiza la veracidad de los datos ni se hace responsable de los errores u omisiones que los datos pudieran contener, ya que la información manejada es de carácter público o ha sido proporcionada por la entidad de manera voluntaria.**

La metodología y los procedimientos de calificación de riesgo se encuentran establecidos en los manuales de Solventa Calificadora de Riesgo, las mismas se encuentran disponibles en nuestra página en internet.

Las categorías y sus significados se encuentran en concordancia con lo establecido en la Resolución N° 1241/09 y N° 1260/10 de la Comisión Nacional de Valores, las mismas se encuentran disponibles en nuestra página en internet.

**Mayor información sobre esta calificación en:**

[www.solventa.com.py](http://www.solventa.com.py)

**Elaborado por:**

**Econ. Oscar Colmán Alarcón**

**Analista de Riesgo**